

氏	名	内野 好郎
学 位 の 種 類		博士（経済学）
報 告 番 号		甲第367号
学 位 授 与 年 月 日		2014年 3月31日
学 位 授 与 の 要 件		学位規則（昭和28年4月1日文部省令第9号） 第4条第1項該当
学 位 論 文 題 目		アジア通貨・金融危機分析の視点と資本規制 ーインドネシア、マレーシア危機からの教訓
審 査 委 員		（主査） 櫻井 公人 黒木 龍三 北原 徹

## 論文の要旨と評価

### 1. 検討の対象 アジア通貨・金融危機

本論文の第一の検討の対象はアジア通貨・金融危機である。アジア通貨・金融危機については、すでに終わった問題と見る向きがあったが、実際には、短期資本の移動規制の有効性や、プルデンシャル規制（金融システムの安定を目指したミクロ・マクロ的規制）の在り方については、未決着の問題が残されており、その結果アジア通貨・金融危機の反省が十分に生かされず、その後も世界金融・経済危機（サブプライム金融危機）が起きたと筆者は考える。二つの危機には大きな隔たりがあり、比較不可能と一般的には思われるが、筆者は独自の研究方法によって、両者の共通点を指摘し、強調する。具体的には、インドネシアとマレーシアにおける通貨・金融危機を調べ検討することで、今後、そこから学ぶべき点は何か、将来の金融・経済危機を防ぐために必要な施策は何かを明らかにしていく。

### 2. 本論の特徴と意義

本論の特徴の一つは、筆者自身のアジア通貨・金融危機に際してのインドネシアでの銀行実務家としての体験も踏まえつつ、危機を歴史的な背景、政策、理論といった3つの視点から総合的に分析しようとする点である。従来の分析は、そのほとんどが、歴史、政策、理論を別々に分析する傾向にあった。それに対し筆者は、アジア通貨・金融危機という事象を多面的、立体的に分析することにより、通貨危機、金融危機の発生原因、発生後の対策、再発防止策について、国ごとの独自性と共通性を見出そうとしている。

まずアジア通貨・金融危機を分析することにより、国際短期資本の一時的な移動規制が、プルデンシャル規制の強化とともに、通貨・金融危機を防止するために、そして危機発生後の影響緩和のために、一定の条件のもとで、実際に採りうる有効な政策手段であることを明らかにしようと試みる。

二つ目の特徴は、従来の研究が、一国、一国の危機の分析を行っているのに対し、本論では、インドネシアとマレーシアという二か国を例に取り上げ、資本、金融の自由化の背景、資本の流出入、規制の内容という視点で比較しながら、分析している点である。筆者によれば、インドネシアとマレーシアは、両危機対応に際して、正反対の対照的な政策をとった。インドネシアは危機に際して IMF の救済を受け、また危機による被害も一番大きかった。一方、マレーシアは資本規制と固定相場制への移行によって危機を乗り越えた。このように両国の危機に対する対応は好対照をなしている。両国を対象としたもう一つの理由は、当時、筆者はインドネシアの銀行で実際に経営に従事して危機を目の当たりにし、またマレーシアはインドネシアとの関係も強く、たびたび訪問することがあったので、こうした経験を生かせると考えたということである。

三つめの特徴は、政治経済学的な視点でアジア通貨・金融危機の分析を試みた点であ

る。アジア通貨・金融危機はマレーシアやインドネシアにとって、政治と経済が複雑に絡み合った問題であった。マレーシアの独立以来の政策は、民族の調和と経済成長とを同時に達成することを常に意識したものであった。IMF の支援を拒み、独自の政策を行ったことの背景にはこうした理由もある。インドネシアについては、少数派の中国系インドネシア人が経済を支配していることが、資本規制を困難にし、IMF からの支援の受け入れをやむなくさせた。その国の政治的、歴史的な背景を理解しないと一政治経済学的な観点からも現象を分析しないと、なぜそのような対応をとったのかを理解できないという点を筆者は強調している。

四つ目の特徴としては、ミンスキーの金融不安定化仮説を敷衍し、アジア通貨・金融危機の理論的分析の基礎としてその適用を試みた点である。筆者によれば、ミンスキー理論によるサブプライム危機の分析を試みる論文は多々あるものの、アジア通貨・金融危機にミンスキー理論を適用する試みは、海外での Kregel らの論文（『金融危機の理論と現実』）を別にすれば、国内では極めて少ない。

ミンスキーの金融不安定性仮説は、企業の債務構造の変化により、景気の上昇、バブルの発生、そして、債務デフレが起こる一連の過程を説明する。筆者はミンスキーの金融不安定性仮説に、資本・金融の自由化がもたらす影響を取り入れれば、アジア通貨・金融危機を次のように理論的に説明できるとしている。

自国通貨価値の下落により、ダブル・ミスマッチの問題が顕在化し、自国通貨ベースでの債務が一気に膨張し、それが債務サイドと資産サイドのキャッシュ・フローとの間に生じる齟齬を増幅して多くの企業が倒産、金融危機に陥るという、アジア通貨・金融危機の状況の説明が可能になる。閉鎖モデルにおける想定よりも、金融不安定性がさらに増幅した形で現れ、金融危機が起こるという説明が可能になる、としている。

最後の特徴としては、危機の実態について、自身の経験と現地の当事者への聞き取り調査を実施することにより、理論や先行研究と現実の隙間を埋める努力をしている点である。加えて多くの文献を渉猟することにより情報価値の高い論文になっている。

本論文は、このように、アジア通貨・金融危機について、多様な論点に目配りをしながら危機の構図を再構築して、それをもとに具体的な政策提言も試みた、今後、この分野で少なからず参考にされるであろう、優れた論文になっている。

### 3. 本論の構成

第1章、第2章では資本移動の自由化、および制度面から、インドネシア、マレーシアにおける通貨・金融危機の分析を行っている。第3章ではミンスキーの金融不安定性理論を敷衍したうえで、同理論をアジア通貨・金融危機に適用することができるのかを検討される。第4章では、アジア通貨・金融危機とサブプライム金融危機との共通性があるか、アジア通貨危機から得られる教訓は何か、ミンスキーの理論を応用しながら検討される。

第1章では、インドネシアにおける通貨・金融危機の政治経済的構図を明らかにすることを目的として、以下のような諸点について検討を加える。

1. 始めに「アジア通貨・金融危機の一般的な特徴」について検討される。通貨危機前後の資本の動きをみると、短期資本の自由な移動が、通貨・金融危機の発生の強力な原因であることが浮かび上がってくる。短期資本といっても、「その他投資」、すなわち銀行の貸付け等が短期資本に占める割合が極めて高かったという事実がある。外国銀行からの貸出は、直接地場企業に対して行われたルートと、国内銀行を経由して貸し出されたルートがあったが、インドネシアの場合は、前者が圧倒的に多かったのが特徴である。インドネシアでは国内銀行の外国銀行からの借入に対しては一定の制限をしていたが、国内民間企業の外国銀行からの借入については何の規制もなかったからである。インドネシアの企業は外国銀行からドルなどの外貨を短期で借り入れ、これをルピアに転換して長期の資金として使っていた。ここに、ダブル・ミスマッチの問題が内在していたことを明らかにする。

2. 「インドネシアの通貨・金融危機の実態」では、通貨危機発生から金融危機、全般的危機へと進む過程を振り返り、筆者の現地での経験も踏まえ、インドネシアにおける通貨・金融危機の実態に迫っている。そこで途上国特有のダブル・ミスマッチの問題、IMF と中央銀行による高金利政策と最後の貸し手機能の不適切な行使が、銀行と企業のバランスシートを悪化させ、通貨危機を銀行・金融危機へと向かわせたという認識が示される。

3. 「銀行・金融危機の原因としてのダブル・ミスマッチ」では、銀行・金融危機の原因として重要である、ダブル・ミスマッチが発生する背景について、アイケングリーンの分析を検討し、理論と実態の間隙を埋めるべく努める。また、インドネシアのすべての企業が外貨借入をしてはいけないということではないので、この基準について、いくつかの企業の例を用いて考える。

4. 「インドネシアの銀行部門の状況」では、インドネシアの市中銀行、外国銀行の行動を危機発生前と発生後にわけて分析し、銀行部門の崩壊と再建の過程を振り返る。本来銀行貸付のようなものは、投資案件のキャッシュ・フローに見合ったものでなければ却って有害であるということは、銀行家の常識だそうである。しかし銀行は、情報の非対称性や不完全性から、リスクプレミアムを見誤り、貸し出し先のダブル・ミスマッチを容認しがちである。それがクレジットリスクとして自身に跳ね返り、銀行の財務内容が悪化していく過程を見る。銀行は合理的な行動が取れず、自己実現的なモデルにみられるように市場の混乱をもたらす場合がある。情報の非対称性が顕著な経済規模の小さいインドネシアでは、短期資本の流出入規制やブルデンシャル規制の強化と監視体制の整備が必要であるという点を強調したい。

5. 「最後の貸し手としての Bank Indonesia (中央銀行) の功罪」では、危機に際して中央銀行である Bank Indonesia のとった行動を、「最後の貸し手」としての行動の

功罪として見直す。2004年に元インドネシア中銀総裁による“Bank Indonesia and the Crisis: An Insider's View”が出版された。スハルト退陣後であるから許された出版であろうが、この著述の中から、中央銀行の独立性の意識の希薄さ、プルーデンスやコンプライアンスの甘さを読み取ることができる。

6. 「インドネシアにおける為替、資本、金融の自由化の歴史と背景」では、経済政策の推移の中で、自由化を進めてきた背景が整理される。

7. 「Bank Indonesia (中央銀行)に求められること」では、通貨危機発生後、再発防止のために、インドネシア政府や中央銀行が民間企業や商業銀行に課した規制について分析を行い、これらが通貨危機再発防止に対し機能していたかどうかについて検討を加える。オフショア（シンガポール）からルピア売り・ドル買いの投機を仕掛けたメカニズムについても分析する。

第2章では、1997年のアジア通貨危機に際して、IMFの処方箋とは異なる、資本移動規制を中心とする規制強化によって危機対応を行ったマレーシアの経験が分析され、通貨・金融危機からの回復のためには、資本移動規制が有効であったことが多面的に明らかにされる。そこでは、以下の諸点が具体的な検討材料となる。

1. 「マレーシアにおける通貨・金融危機の影響」では、マレーシアへ通貨・金融危機がどのように伝播していったのか、どのような政策をとったのか、その実態が検討される。

2. 「マレーシアにおける金融危機の側面」では、銀行部門の財務内容の変化が分析されるほか、政府、中央銀行の政策対応についても検討される。

3. 「マレーシアの為替・資本・金融の自由化の歴史」では、資本取引の自由化の背景が、同国の成長戦略との関連で説明される。

4. 「マレーシアにおける資本規制の有効性とその理論的な前提」は、3.で見られた歴史的事実をもとに、資本規制の功罪について考察する。特に、1998年9月のマレーシアの資本規制の有効性の判断をどこに求めるべきかについて、従来の効果がなかったとする分析が批判され、筆者の独自の見解が披瀝される。

5. 「マレーシアで導入できた資本規制がなぜインドネシアではできなかったのか」では、これを政治経済学的に分析し、筆者の見解が展開される。通貨危機や金融危機への対応については、政治的な背景が重要な役割を果たすことが確認された。

第3章では、ミンスキーの金融不安定性理論のアジア通貨・金融危機への適用を試みる。世界的な金融・経済危機を経験して、再びケインズ理論と異端のケインジアンとも呼ばれるミンスキーの理論が注目を浴びている。ミンスキーの金融不安定性理論の主要な点を掴んでおくことは、これらの現実起きた事象を分析するうえで有意義であると考えられる。まずミンスキー理論の特徴は何か、何が異端なのかについて概観され、ミンスキーの金融不安定性理論のアジア通貨・金融危機への適用が試みられる。

第4章では、サブプライムローンに端を発した金融・経済危機に陥っている大国が、

マレーシアやインドネシアのアジア通貨危機への対応から学ぶべき点は何であったかが探られる。筆者は、当時異端とも言われたマレーシアの対応は、現在が異常事態であるからこそ応用できる点が多いと主張する。それらは、通貨・金融危機発生の防止策や危機発生後の対応策の一般的枠組みを提供するであろう。

1. 「今回の世界金融・経済危機とアジア通貨・金融危機との共通性」では、規模の小さいアジア通貨・金融危機の教訓が、大国アメリカを震源とする世界的な規模の金融・経済危機に応用できるはずがないという意見もあるが、通貨・金融危機には共通の原因があり、それ故に共通の防止策や対応策がありうるということが明らかにされる。

2. 「アメリカ金融安定化策の推移」では、短期資本の流出に対して、アメリカ政府とFRBがどのような対応をしたのか、金融安定化のための施策について分析される。

3. 「マレーシアの通貨・金融危機対応からの教訓」では、マレーシアの行った金融機関の再構築の方法からアメリカの学ぶ点は何かが提案される。

終章では、サブプライム危機後の金融規制の方向性、あるべき姿が検討・提示される。アメリカにおいても、銀行の投資活動に制限を加えようとする案が大統領によって提案されたが、極めて政治的な問題であり、すでに多くの反対意見が出されている。こうしたときに、金融の不安定性に対する考え方を整理し、今後の規制の在り方を議論する重要性はますます増してくると思われる。その際に、ミクロプルーデンス視点だけでなく、マクロプルーデンスの視点が必要となる。マクロプルーデンスの中には、状況に応じて、短期資本の流出入規制も含まれるとする、筆者の考えも披瀝されている。

金融危機はその深刻さと規模を増して現在も起きているが、それらに共通した特徴は、一見合理的と見られた判断が、実は合理的でないと判定された時に、投機筋の動きが加わり、経済を大きな危機へ導くという点である。インドネシアとマレーシアの銀行や投資家の行動を分析することで、短期資本の流出入規制が、規模の小さな、発展途上段階にある国にとっては、プルーデンス体制の整備とともに必要であると強く主張される。なぜなら、ミンスキーの金融不安定性仮説に見られるように、短期資本の流入を放置しておけば、それはやがてバブルを引き起こし、バブル崩壊の過程で、急激な短期資本の流出がおきて、負債デフレをもたらす可能性が高いからである。

マレーシアの行った、1998年9月の短期資本の流出規制のマクロ経済への影響については、規制導入の前に、既に大量のポートフォリオ投資が流出してしまっていたこと、規制が短期間に解除されたこと等により、判定が難しいとの意見もある。しかし筆者は、アジア通貨危機に際してのマレーシアの資本規制のポイントが、ポートフォリオの流出防止ではなく、オフショアからのリングに対する投機を防止するための、リングの非国際化にあったと考えている。またタイやインドネシアでも、危機が一段落した背景には、両国がマレーシアほど徹底はしていなかったが、自国通貨の非国際化を図ったことがあると指摘する。

1998年9月に、マレーシアは資本流出規制を導入し、ドルペッグ制に移った。規制

が課されてから直ちに短期金利は下がり始めた。マレーシアにおける資本規制がもたらした効果は規制の導入と固定相場制をとることにより、いわゆるマクロ経済のトリレンマから解放され、かなり金融政策の自由度を回復できた点にある。特に金融を緩和すること、および銀行にも積極的に貸出を増やすよう奨励することにより「双子の危機」の悪循環を断ち切り、景気を回復させることによって更なる混乱に陥らないで済んだ点は大きなメリットだったと、著者は指摘している。IMF の処方箋に従い、緊縮財政と金融の引き締めを継続し、傷を一層深くしてしまったインドネシアとは好対照である。

また、危機に遭遇した国の金融の脆弱性や銀行の管理体制、プルデンシャル規制、コンプライアンスの甘さといった制度上の基盤の不備が、通貨・金融危機の原因であったとみる向きがある。しかし、いくらプルデンシャル規制やコンプライアンスを厳しくしても、ダブル・ミスマッチの問題を抱えている両国では、これが顕在化すれば、瞬時に自己資本規制や大口融資規制といったコンプライアンスは守れなくなる。厳しい管理とは、予防的なコンプライアンスであり、それは例えば外貨借入比率規制とか、為替の持ち高規制といった金融・資本の自由化に対する一定の規制が必要だといっているのと同義であるとして、一般に気がつかれていない、プルデンスの強化と資本規制の同義性を強調している。またこの考え方は、今回の世界・金融危機（サブプライム金融危機）を契機に提唱されている、マクロプルデンシャル規制の考え方に繋がるものである。

最近 FRB 議長に内定した Yellen は、「今回の危機については、ミンスキーから学ぶ点が多い」（Yellen 2009a）と述べ、危機防止の視点としては、ミクロプルデンスに加え、マクロプルデンスの必要性を説いている（Yellen 2009b）。こうした発言は、筆者の意図するところと同軸上にある、とされる。

今後の通貨・金融危機に対する実現可能な防止策は、過去の金融危機から学んだプルデンス規制の在り方や、金融政策とマクロプルデンスの関連を、過去の金融危機を分析して、再考し、整備していくことであると筆者は指摘している。

#### 4. 審査の概要と今後の課題 ― 総評

##### 4.1. 審査の概要

2013 年 10 月 1 日に予備審査、2014 年 1 月 15 日に本審査を行い、申請者から学位請求論文について、内容の説明を受け、質疑応答が行われた。審査における主な質問は以下の通りである：

- （１）危機の原因として、筆者は短期資本の急速な流出入を挙げ、その背景として、ダブルミスマッチの問題を詳細に取り上げている。先物予約の可能性も含め、現地の銀行や企業が通貨のミスマッチを放置した背景は何なのか、さらに詳しい説明が求められた。
- （２）マレーシアの短期資本の流出規制について、通常とは異なる独自の説明が見られるが、その有効性ととともに条件について説明が求められた。

(3) ミンスキー理論をアジア通貨危機に適用する積極的な意義について、またフィッシャーの負債デフレ論との相違について質問があった。

(4) マクロプルーデンスに筆者は短期資本の流出入規制を含めているが、これらはマクロ安定化政策ではないか、との指摘がなされ、マクロプルーデンスとマクロ経済の安定化政策の関係について、疑義と質問があった。

#### 4.2. 論文の評価

内野氏の本博士請求論文は、アジア通貨危機において、インドネシアで起こったさまざまな実態や混乱と、マレーシアにおける当局の資本移動規制の効果とを比較することで、通貨・金融危機に実証的・理論的に取り組んだ好論文である。通貨も含めた金融不安定性の問題は、依然として今日の世界経済の喫緊の問題として重要であり続けるからである。

内野氏の具体的な貢献の一例を挙げるなら、マレーシアの資本移動規制についての鋭い観察眼である。それについて多くの研究や言及の蓄積があるものの、結論ありきがほとんどである。本論文は、シンガポールのオフショアにおけるリングの空売り措置など、スワップ規制の如何に焦点を当てられた点など、実務サイドからの視点として貴重なものであり、独自性を誇ってよい。

IMF の処方箋とは異なった、資本移動規制を中心とする規制強化によって危機対応を行ったマレーシアの経験を分析することで、危機からの回復にとって、資本移動規制は有効であったということが多面的に明らかにされた。その問題意識は鮮明で、事実関係の精査、文献渉猟、諸論点への目配りも十分なされている。また、危機の構図とそれへのさまざまな政策的対応の違いを浮き彫りにする一方で、グローバルな金融危機の理論的分析の試みとしてミンスキー理論の新興国への応用の可能性にも言及し、ケインジアン金融不安定性仮説を新たな角度から再検討している。

論文全体の印象として、アジア通貨・金融危機を実体験、歴史、理論、政策といった多様な角度からの分析が試みられ、そこから多くの教訓を見出し、サブプライム危機をはじめ、今後の危機対応について、具体的な政策提言を行っている点が高く評価される。もちろん、それぞれの分野でさらに分析を深め、相互の関連をより明確にする余地はあると思われるが、それらは今後の課題である。

マクロプルーデンスとミクロプルーデンス、金融政策の関連についても、今後さらに議論を深めることを期待する。

審査委員の一致した見解として、本論文は、博士論文として高く評価できる水準に仕上がっていると言える。